

**Janusz Cichy**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

# **EMISJA OBLIGACJI PRZYCHODOWYCH – NIEWYKORZYSTANY OBSZAR AKTYWNOŚCI BANKU**

## **Wprowadzenie**

Obligacje przychodowe to niedocenione na polskim rynku finansowym dłużne papiery wartościowe. Wprawdzie ustawa o obligacjach już od 2000 roku umożliwia jednostkom samorządowym oraz przedsiębiorstwom komunalnym ich emisję, to jednak wykorzystanie tego typu obligacji do finansowania potrzeb inwestycyjnych jest znikome. Fakt ten dziwi, tym bardziej że jednostki samorządowe zgłaszają coraz większe zainteresowanie obligacjami komunalnymi, których emisję organizują czołowe krajowe banki, będące nierzadko również głównymi inwestorami. Banki, szukając nowych obszarów własnej aktywności, powinny zachęcać potencjalnych emitentów do emitowania obligacji przychodowych, podkreślając ich zalety. Przyczyni się to do rozwoju rynku obligacji oraz lokalnego otoczenia gospodarczego. Mając powyższe na uwadze, artykuł ma na celu zwrócenie uwagi na słaby rozwój rynku obligacji przychodowych oraz postulowanie większej aktywności banków w ich promocji, a później w organizowaniu programów emisji. Teza głosząca, iż rozwój danego segmentu rynku finansowego jest uwarunkowany skalą działania w tym segmencie banku, wydaje się stale aktualna.

## 1. Obligacja przychodowa i uwarunkowania jej emisji

Do podstawowych wyzwań polskiej gospodarki można zaliczyć zadania z zakresu rozwoju infrastruktury oraz ochrony środowiska. Inwestycje w tym obszarze wymagają ogromnych nakładów kapitałowych, a dochody potencjalnych inwestorów, czyli państwa lub jednostek samorządowych, nie pozwalają na pełne ich sfinansowanie. Inwestycje te po części można sfinansować środkami z funduszy unijnych, jednak nie można ich traktować jako jedynego źródła finansowania. Nowatorskim sposobem pozyskania środków finansowych na te cele jest emisja obligacji przychodowych, które jak dotąd nie zostały przez potencjalnych emitentów należycie wykorzystane.

Obligacja przychodowa zdefiniowana jest w art. 8 ustawy o obligacjach<sup>1</sup>, zgodnie z którym jej istotą jest ograniczenie odpowiedzialności emitenta za zobowiązania wynikające z tych obligacji do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszowi służy prawo pierwszeństwa. Obligacje przychodowe mogą być emitowane przez:

- jednostkę samorządu terytorialnego, związek tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa,
- Bank Gospodarstwa Krajowego w celu realizacji programów rządowych, zgodnie z zapisami art. 5 ustawy o Banku Gospodarstwa Krajowego<sup>2</sup>,
- Krajowy Fundusz Kapitałowy Spółka Akcyjna w celu realizacji wsparcia finansowego funduszy kapitałowych finansujących przedsiębiorstwa innowacyjne oraz prowadzących działalność badawczo-rozwojową<sup>3</sup>,
- spółkę akcyjną lub spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością, której jedynym przedmiotem działania jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej, pod warunkiem, że jednostka samorządu terytorialnego ma zaangażowanie kapitałowe w tej spółce na poziomie co najmniej 50% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy lub wspólników, lub zawarła ze spółką stosowną umowę.

Obligacje przychodowe mogą być źródłem finansowania określonego przedsięwzięcia, jednak pojęcia „przedsięwzięcie” ani też „majątek przedsięwzięcia” nie zostały zdefiniowane w ustawie o obligacjach. Dla potrzeb konstrukcji obligacji przychodowych „przedsięwzięcie” definiowane może być jako zadanie emitenta, które ma zostać sfinansowane środkami pochodzącymi z emisji, z kolei

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach. Dz.U nr 83, poz. 420 z późn. zm.

<sup>2</sup> Ustawa z dnia 14 marca 2003 r. o Banku Gospodarstwa Krajowego. Dz.U. nr 65, poz. 594 z późn. zm.

<sup>3</sup> Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym. Dz.U nr 57, poz. 491 z późn. zm., art. 5.

„majątek przedsięwzięcia” to wszystkie aktywa, których nabycie było finansowane z tych środków<sup>4</sup>. Dla jednostek samorządowych, czy też spółek powiązanych z nimi kapitałowo lub umową, przedsięwzięciami takimi mogą być budowa lub modernizacja obiektów użyteczności publicznej, dróg, sieci wodno-kanalizacyjnej, zakup środków transportu. Wspólną cechą tych inwestycji jest przewidywalność strumienia przychodów i niskie ryzyko biznesowe.

Obligacje przychodowe są narzędziem, które pozwala na pozyskanie długoterminowego finansowania, nawet na okres 20-25 lat, podczas gdy klasyczne obligacje korporacyjne na rynku krajowym emituje się na 5-7 lat. O ich atrakcyjności decyduje brak konieczności ustanawiania dodatkowych zabezpieczeń oraz możliwość ograniczenia odpowiedzialności emitenta do przychodów lub majątku realizowanego przedsięwzięcia. Wobec powyższego zabezpieczeniem zobowiązań z tytułu emisji obligacji może być precyzyjnie określony i wyodrębniony strumień przychodów lub część majątku emitenta. Ponadto zadłużenia z tytułu emisji obligacji przychodowych nie wlicza się do ogólnego zadłużenia jednostki samorządu terytorialnego (art. 23b ust 7 ustawy o obligacjach). W przypadku obligacji przychodowych dywersyfikacji podlegają nie tylko źródła finansowania jednostki samorządu terytorialnego, ale także zoptymalizowana zostaje jej zdolność kredytowa. Fakt ten implikuje większą swobodę w pozyskaniu zewnętrznych źródeł finansowania i zarządzaniu nimi<sup>5</sup>. Zatem obligacje przychodowe stanowią wygodne źródło finansowania potrzeb infrastrukturalnych samorządów, nie wykluczając pozyskiwania kredytowania bankowego w przypadku zwiększonego zapotrzebowania na środki finansowe.

Emisja obligacji przychodowych odbywa się na podobnych zasadach, jak emisja klasycznych obligacji komunalnych (tabela 1), choć jest procesem bardziej skomplikowanym i czasochłonnym, a na emitencie spoczywają dodatkowe obowiązki:

- musi ściśle sprecyzować cel emisji,
- musi wskazać sposób obliczania przychodów oraz ich część albo majątek przedsięwzięcia, z którego obligatariusz będzie mógł dochodzić swoich roszczeń z prawem pierwszeństwa,
- musi udostępnić obligatariuszom co najmniej na dwa tygodnie przed terminem wypłaty świadczeń, ale nie rzadziej niż raz w roku, sprawozdanie finansowe zawierające dane o sumie przychodów z przedsięwzięcia, które wpłynęły na rachunek oraz o kwotach wypłacanych obligatariuszom z tego rachunku, a także o strukturze przychodów z przedsięwzięcia i kosztów ponoszonych na jego utrzymanie,

<sup>4</sup> P. Kędziński: Obligacje przychodowe – aspekty prawne i pionierskie przykłady, [www.samorząd.infor.pl](http://www.samorząd.infor.pl), dostęp: 12.11.2012.

<sup>5</sup> Nowatorska idea obejścia limitów Rostowskiego, [www.portalsamorzadowy.pl](http://www.portalsamorzadowy.pl), dostęp: 12.11.2012.

- musi zawrzeć dodatkową umowę na prowadzenie odrębnego rachunku bankowego, na którym będą deponowane przychody pochodzące z przedsięwzięcia,
- musi wynegocjować i zawrzeć z bankiem umowę wsparcia, która stanowi zabezpieczenie uzyskiwania przez emitenta takiego poziomu przychodów, które zapewniają prawidłowość i terminowość obsługi zobowiązań.

Tabela 1

## Etap procesy emisji

Etap	Czynności w procesie emisji
1	Wybór doradcy emisji – wszechstronna pomoc na każdym etapie emisji
2	Przygotowanie emisji – określenie celu emisji, wartości emisji, czasu realizowanej inwestycji oraz warunków, na jakich obligacje będą oferowane
3	Podjęcie przez organ stanowiący uchwały o emisji obligacji przychodowych
4	Wystąpienie do Regionalnej Izby Obrachunkowej o wydanie opinii
5	Wybór agenta emisji, sporządzenie memorandum informacyjnego, nadanie ratingu, zawarcie umowy wsparcia
6	Skierowanie do inwestorów propozycji nabycia obligacji. Emisja obligacji
7	Wykup obligacji

Zanim emitent wyemituje obligacje przychodowe, musi być opracowana dokładna analiza ekonomiczno-finansowa przedsięwzięcia inwestycyjnego, skupiająca się na studium wykonalności, ocenie pod względem poprawności technicznej oraz efektywności finansowej. Jednocześnie warunkiem koniecznym jest rzetelna analiza kondycji finansowej emitenta z punktu widzenia możliwości obsługi długu w okresie trwania biegu obligacji.

Warunkiem powodzenia emisji obligacji przychodowych jest także uzyskanie ratingu na poziomie inwestycyjnym. Jest on szczególnie niezbędny, gdy emitent planuje uplasować obligacje na rynku Catalyst, a nie tylko w portfelu banku-agenta emisji. Uwiarygodnia on transakcję oraz implikuje niższy koszt kapitału.

Ocena ratingowa jest szczególnie ważna dla inwestorów instytucjonalnych, dla których limity inwestycyjne uzależnione są m.in. od poziomu ratingu nabywanych papierów wartościowych. Agencje ratingowe, ustalając rating, analizują kondycję finansową emitenta, projekt inwestycyjny z punktu widzenia ryzyka realizacji przedsięwzięcia oraz jego funkcjonowania w praktyce, a także model finansowania od momentu emisji obligacji do terminu ich wykupu wraz z przyjętym zabezpieczeniem. Analizie podlega również ryzyko biznesowe właściwe obszarowi działania emitenta, przebieg wcześniej prowadzonych projektów inwestycyjnych, jego polityka finansowania, źródła finansowania oraz jakość kadry zarządzającej, jej wiarygodność i doświadczenie. Gdy emitentem jest przedsiębiorstwo komunalne, ocenie podlega także relacja pomiędzy miastem-właścicielem a spółką-emitentem. To miasto zapewnia niezbędny strumień pieniężny będący zabezpieczeniem

wyemitowanych obligacji. Reasumując, agencje ratingowe cechuje podejście konserwatywne do programu emisji obligacji przychodowych; głównie skupiają się na czynnikach, które mogą uniemożliwić prawidłową obsługę zadłużenia<sup>6</sup>.

Kluczowym czynnikiem powodzenia emisji obligacji przychodowych jest wybór doradcy i organizatora emisji. Istotną przesłanką wyboru doradcy i organizatora emisji dla potencjalnego emitenta powinna być znajomość:

- mechanizmów funkcjonowania sektora publicznego oraz realizacja projektów doradczych dla tego sektora w przeszłości,
- zagadnień finansowania oraz funduszy unijnych, ponieważ przedsięwzięcia finansowane w drodze emisji obligacji przychodowych kojarzone są ze współfinansowaniem unijnym,
- mechanizmów funkcjonowania rynku finansowego oraz finansowania projektów infrastrukturalnych<sup>7</sup>.

Powyższe wymogi spełniają niektóre banki komercyjne o rozbudowanych departamentach bankowości inwestycyjnej, dla których emisja obligacji przychodowych byłaby kolejnym obszarem aktywności w segmencie dłużnych nieskarbowych papierów wartościowych, obok emisji obligacji komunalnych czy korporacyjnych.

## 2. Bank i jego rola w emisji obligacji przychodowych

Emisja obligacji dla wybranego emitenta może być zorganizowana albo przez bank komercyjny, albo przez firmę inwestycyjną. Jednak wydaje się, że ze względu na skomplikowany proces emisji obligacji przychodowych to bank jest instytucją, której wiarygodność zapewnia sukces emisji, a przez to zainteresowanie potencjalnych inwestorów. Bank komercyjny w procesie emisji obligacji korporacyjnych może spełniać wiele ról:

- doradcy oraz organizatora emisji,
- banku reprezentanta,
- prowadzącego rachunek przychodów pieniężnych pochodzących z inwestycji, przeznaczonych na spłatę obligatariuszy,
- podmiotu wspierającego finansowo emitenta.

Sukces emisji jest pochodną profesjonalnego przygotowania transakcji, dlatego kluczowe znaczenie ma wybór banku organizatora emisji. Emisja obligacji

<sup>6</sup> Obligacje przychodowe interesującą opcją finansowania spółek komunalnych, [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl), dostęp: 30.10.2012.

<sup>7</sup> D. Kostyrka: Obligacje przychodowe jako źródło finansowania inwestycji komunalnych. Prezentacja na konferencję „Wsparcie inwestycji środowiskowych – finansowanie, procedura, alternatywne źródła wsparcia”, Poznań 2010, [www.collect.pl](http://www.collect.pl), dostęp: 12.11.2012.

jest wyłączona spod reżimu ustawy Prawo zamówień publicznych<sup>8</sup>, dlatego potencjalny emitent przy wyborze banku powinien kierować się przede wszystkim jego doświadczeniem na rynku kapitałowym i znajomością sektora publicznego. Takie doświadczenie mają Pekao SA, PKO BP SA, BRE Bank SA, Nordea Bank Polska SA, Bank Handlowy SA oraz BGK, które w 2011 roku miały łącznie ponad 90% udziału w rynku emisji obligacji komunalnych<sup>9</sup>.

Rolą banku powinno być wsparcie klienta już na etapie podejmowania decyzji o emisji, opracowanie koncepcji i struktury transakcji, dokonanie procesu *due diligence* w zakresie prawnym i finansowym oraz przygotowanie dokumentacji. Bank powinien wskazać ryzyka związane z emisją. Dopiero wówczas potencjalny emitent będzie w stanie podjąć właściwą decyzję o emisji.

Bank jako doradca i organizator organizuje i kontroluje proces emisji od momentu zainicjowania problemu aż do sprzedaży obligacji, przeprowadza prace analityczne, przygotowuje memorandum informacyjne, wprowadza obligacje do obrotu na podstawie umowy emisyjnej oraz negocjuje/zawiera umowę wsparcia. Organizator emisji pełni następujące role:

- agenta emisji, którego zadaniem jest obsługa administracyjna emisji, rejestr obligacji,
- agenta płatniczego, do obowiązków którego należy obsługa finansowa obligacji, umowy przeniesienia praw, ewidencji oraz wykupu obligacji,
- dealera emisji jako organizatora procesu sprzedaży obligacji inwestorom, do których skierowano propozycje nabycia<sup>10</sup>.

W przypadku wprowadzenia obligacji na rynek Catalyst nieodzowna staje się pomoc autoryzowanego doradcy, który, oprócz czynności realizowanych w procesie emisji, nadzoruje także obowiązki informacyjne emitenta oraz reprezentuje go w postępowaniach przed Giełdą Papierów Wartościowych, Komisją Nadzoru Finansowego oraz Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych.

Kolejnym obszarem aktywności banku w procesie emisji obligacji komunalnych jest pełnienie funkcji banku-reprezentanta<sup>11</sup>. Zawarcie umowy o reprezentację jest prawem emitenta, ale również obowiązkiem w przypadku zagwarantowania emisji obligacji przez Skarb Państwa. Do zadań banku-reprezentanta należy pełnienie funkcji przedstawiciela ustawowego obligatariuszy, a w szczególności:

- okresowa analiza sytuacji finansowej emitenta z punktu widzenia jego zdolności do wykonywania obowiązków wynikających z warunków emisji,

<sup>8</sup> Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 r. Prawo zamówień publicznych. Dz.U. z 2007 r., nr 223, poz. 1655, art. 4, pkt 3, lit. j.

<sup>9</sup> Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r. NBP, Warszawa 2012, s. 293.

<sup>10</sup> D. Kostyrka: Op. cit.

<sup>11</sup> Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, op. cit., art. 29-36.

- udzielanie odpowiedzi na pytania obligatariuszy dotyczące emisji,
- składanie obligatariuszom, nie rzadziej niż raz na sześć miesięcy, oświadczenia o braku okoliczności, które zgodnie z zapisem ustawowym uniemożliwiłyby pełnienie tej funkcji,
- niezwłoczne zawiadamianie obligatariuszy o sytuacji finansowej emitenta, która byłaby zagrożeniem dla zdolności wykonywania przez emitenta podjętych obowiązków.

W przypadku, gdy bank-reprezentant stwierdzi naruszenie umownych warunków przez emitenta, ma prawo w imię interesów obligatariuszy żądać dobezpieczenia emisji, poinformować emitenta o wymagalności całego długu głównego, wystąpić z powództwem przeciw emitentowi oraz w ostateczności złożyć wnioski o ogłoszenie upadłości emitenta.

Bank może także zaoferować prowadzenie rachunku bankowego, na którym emitent ma obowiązek gromadzić przychody z przedsięwzięcia przeznaczone na wykup obligacji oraz zapewnić prawidłowość i terminowość obsługi zobowiązań, a także środki na działalność operacyjną poprzez zawarcie z emitentem umowy wsparcia.

Prowadzenie powyższych czynności przyczynia się do zacieśniania więzi biznesowych z klientem, jednocześnie pozwalając na uzyskanie adekwatnych przychodów oraz czasowe dysponowanie przez bank wolnymi środkami emitenta deponowanymi na odrębnym rachunku bankowym.

Rola banku na rynku obligacji komunalnych nie ogranicza się tylko do roli organizatora emisji. Banki, ze względu na profesjonalny charakter prowadzonej działalności, pozwalający na ocenę atrakcyjności takich instrumentów, są szczególnie aktywne na tym rynku jako inwestorzy. Ich udział w tej roli w rynku obligacji komunalnych stanowił w 2011 roku aż 92%<sup>12</sup>. Konkurencja na rynku kredytowym, restrykcyjne regulacje KNF dotyczące kredytowania, obniżanie marży kredytowej, wreszcie coraz większa podaż obligacji nieskarbowych powodują poszukiwanie nowych centrów zysku o możliwie niskim poziomie ryzyka. Takie korzyści dają bankowi inwestycje w obligacje przychodowe, które oferują atrakcyjną rentowność przy niskim poziomie ryzyka ze względu na zabezpieczenie zgodne z wymogami ustawy o obligacjach oraz oparciu na ryzyku jednostek samorządowych. Atrakcyjność obligacji przychodowych wzmocniona jest także przez posiadany rating.

<sup>12</sup> Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r., op. cit., s. 294. Pozostałe 8% rynku objęły otwarte fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, zakłady ubezpieczeniowe oraz przedsiębiorstwa, przy czym dwie pierwsze grupy inwestorów mają ustawowe ograniczenia w nabywaniu instrumentów dłużnych. Otwarte fundusze emerytalne maksymalnie do 20% wartości aktywów (art. 142, ust. 5a, pkt 12 ustawy z dnia 28.08.1997 o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Dz.U. z 1997 r., nr 139, poz. 934), fundusze inwestycyjne do 5% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe emitowane przez jeden podmiot (art. 96, ust. 1 ustawy z dnia 27.05.2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. z 2004 r., nr 146, poz. 1546).



### 3. Programy emisji obligacji przychodowych

Pomimo pełnienia przez banki wielu ról oraz wpływu na rozwój rynku obligacji nieskarbowych, obligacje przychodowe jak dotąd nie znalazły się w kręgu szerszego zainteresowania samorządów i spółek komunalnych. Od 2000 roku w Polsce przeprowadzono tylko cztery emisje obligacji przychodowych, których parametry finansowe przedstawia tabela 2.

Tabela 2

Programy emisji obligacji przychodowych

Emitent obligacji	Pozyskana kwota	Termin wykupu	Projekt finansowany	Bank-organizator
Miejskie Wodociągi i Kanalizacje Bydgoszcz	600 mln zł	20 lat	Bydgoski System Wodny i Kanalizacyjny	Konsorcjum Pekao SA i BH SA
MPK Łódź	166 mln zł	25 lat	Projekt „Łódzki Tramwaj Regionalny”	BPH SA
ZKW Gdańsk	220 mln zł	20 lat	Zakup tramwajów i autobusów	
	60 mln zł	6 lat		
PWiK Gniezno	28,11 mln zł	20 lat	Projekt „Modernizacja Miejskiej Oczyszczalni Ścieków wraz z budową kanalizacji sanitarnej w Gnieźnie”	BGK

Źródło: Obligacje przychodowe jako źródło pozyskania kapitału na inwestycje. „Rzeczpospolita” z 20.03.2007 r.; J.B. Lipszyc: Pieniądże na inwestycje z przyszłych przychodów, [www.obserwatorfinansowy.pl](http://www.obserwatorfinansowy.pl), dostęp: 20.11.2012; Obligacje przychodowe jako alternatywne źródło finansowania jednostek samorządu terytorialnego. Kancelaria Prawna Chabasiewicz, Kowalska i Partnerzy, Kraków, [www.ck-legal.pl](http://www.ck-legal.pl), dostęp: 25.11.2012.

Według agencji ratingowej Fitch łączna wartość emisji obligacji przychodowych w Polsce sięga tylko około 1 mld zł<sup>13</sup>, natomiast wartość wyemitowanych obligacji komunalnych w 2011 roku wynosiła ponad 14,5 mld zł<sup>14</sup>. Na taki stan wpływ ma zachowawczość potencjalnych emitentów, którzy nie znając dobrze zagadnień prawno-ekonomicznych dotyczących obligacji przychodowych, odnoszą się do nich nieufnie. Inwestycje mające być w ten sposób finansowane wymagają zrozumienia i aprobaty organów uchwałodawczych, co przy wysokim stopniu skomplikowania procedury jest trudne i czasochłonne. Nie bez winy są także banki, dla których przeprowadzenie tego typu emisji wiąże się z wysokimi nakła-

<sup>13</sup> J.B. Lipszyc: Pieniądże na inwestycje z przyszłych przychodów, [www.obserwatorfinansowy.pl](http://www.obserwatorfinansowy.pl), dostęp: 20.11.2012.

<sup>14</sup> Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r., op. cit., s. 290.



dami pracy, prowadzeniem stałego nadzoru przepływów pieniężnych. Spłata długu z obligacji zwykle zabezpieczona jest przychodami z inwestycji, dlatego wymagany jest stały monitoring sytuacji ekonomicznej emitenta<sup>15</sup>.

Emisja obligacji przychodowych jest procesem bardziej skomplikowanym aniżeli klasycznych obligacji komunalnych, które przybierają cechy parakredytu. Jednak dziwi bardzo słabe zainteresowanie tego typu instrumentem finansowym ze strony samorządów oraz brak ich promocji ze strony banków, ponieważ wydaje się, iż pomimo kilku przesłanek zniechęcających do ich emisji, obligacje te mają wiele fundamentalnych zalet. Przesłanki za i przeciw emisji obligacji przychodowych prezentuje tabela 3.

Tabela 3

## Czynniki emisji obligacji przychodowych

Czynniki zachęcające do emisji	Czynniki zniechęcające do emisji
<ul style="list-style-type: none"> <li>– możliwość łączenia kilku JST przy jednym wspólnym projekcie,</li> <li>– dywersyfikacja źródeł finansowania oraz optymalizacja zdolności kredytowej emitenta,</li> <li>– ograniczenie odpowiedzialności emitenta do kwoty określonych przychodów lub zdefiniowanego majątku,</li> <li>– finansowanie bez obciążania całości majątku lub budżetu zmniejsza ryzyko odmowy udzielenia kredytu ze strony banku,</li> <li>– możliwa jest karencja obsługi, emisja w seriach z różnymi terminami zapadalności,</li> <li>– przychody wpływające na specjalny rachunek wyłączone z masy upadłościowej,</li> <li>– jednostka samorządowa jest emitentem lub powiązana z emitentem, a to przyczynia się do większego zainteresowania inwestorów poszukujących dodatkowego dochodu przy akceptowalnym ryzyku,</li> <li>– aspekt promocyjny i upublicznienie emitenta, zwiększony dostęp do inwestorów instytucjonalnych.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– ryzyko braku zainteresowanego nabywcy ze względu na długi termin wykupu,</li> <li>– możliwa konieczność utworzenia funduszu rezerwowego w wysokości pojedynczej płatności odsetek na wypadek zmniejszenia dochodów z danego przedsięwzięcia,</li> <li>– wymóg regulowania odsetek co najmniej raz w roku,</li> <li>– brak zainteresowania banków ze względu na skomplikowaną procedurę emisji,</li> <li>– obowiązki informacyjne emitenta,</li> <li>– konieczność uzyskania i utrzymania ratingu i podpisania umowy underwritingowej,</li> <li>– koszty związane z ratingiem, analizą wykonalności projektu, usługami konsultantów: prawników, inżynierów, ekonomistów, których zadaniem jest ustalenie struktury i warunków emisji oraz powiązanie jej z określonymi zamierzeniami.</li> </ul>

Źródło: M. Jastrzębska: Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego. Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2009, s. 63-65; Obligacje przychodowe jako źródło pozyskania kapitału na inwestycje. „Rzeczpospolita” z 20.03.2007; Obligacje komunalne w Polsce, Zeszyty BRE Bank – CASE 2006, nr 84, s. 34.

<sup>15</sup> K. Stabińska: Obligacje przychodowe – bariery emitentów i inwestorów, [www.portalsamorzadowy.pl](http://www.portalsamorzadowy.pl), dostęp: 15.11.2012.

## Podsumowanie

Pomimo kilkunastoletniego funkcjonowania w polskim prawie obligacji przychodowych, nadal są one we wczesnej fazie rozwoju. Za taki stan odpowiadają zarówno jednostki samorządowe, jak i banki, dla których emisja tradycyjnych obligacji komunalnych staje się standardowym procesem z wzorcami dokumentów. Infrastruktura i środowisko to obszary o ogromnych potrzebach kapitałowych, które częściowo może zaspokoić kapitał pochodzący z emisji obligacji przychodowych, tym bardziej że łatwo można wyodrębnić strumień pieniężny będący źródłem spłaty długu.

Zaledwie cztery przeprowadzone programy nie świadczą o ufności do tego instrumentu, choć mogą stanowić pozytywny impuls. Bydgoszcz, Gdańsk, Łódź i Gniezno przetarły ścieżki, a ich sukces powinien przełożyć się na większe zainteresowanie ze strony innych miast. Oby tylko banki bardziej angażowały się w przyszłe plany emisji obligacji przychodowych, zarówno jako doradca i organizator, jak i inwestor, bo to one narzucają tempo przemian i aktywnie wpływają na rozwój rynku finansowego, w tym na rynek dłużnych papierów wartościowych. A wszelkie ich sugestie, jak usprawnić ten rynek, powinny być pozytywnie rozpatrywane przez organy nadzoru i władze ustawodawcze, z korzyścią dla rozwoju rynku nieskarbowych papierów wartościowych, jak i lokalnego rynku gospodarczego.

## Literatura

- Jastrzębska M.: Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego. Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2009.
- Kędzierski P.: Obligacje przychodowe – aspekty prawne i pionierskie przykłady, [www.samorzad.infor.pl](http://www.samorzad.infor.pl).
- Kostyrka D.: Obligacje przychodowe jako źródło finansowania inwestycji komunalnych. Prezentacja na konferencję „Wsparcie inwestycji środowiskowych – finansowanie, procedura, alternatywne źródła wsparcia”, Poznań 2010, [www.collect.pl](http://www.collect.pl).
- Lipszyc J.B.: Pieniądze na inwestycje z przyszłych przychodów, [www.obserwatorfinansowy.pl](http://www.obserwatorfinansowy.pl).
- Nowatorska idea obejścia limitów Rostowskiego, [www.portalsamorzadowy.pl](http://www.portalsamorzadowy.pl).
- Obligacje komunalne w Polsce. Zeszyty BRE Bank – CASE 2006, nr 84.

- Obligacje przychodowe interesującą opcją finansowania spółek komunalnych, [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl).
- Obligacje przychodowe jako alternatywne źródło finansowania jednostek samorządu terytorialnego. Kancelaria Prawna Chabasiewicz, Kowalska i Partnerzy, Kraków, [www.ck-legal.pl](http://www.ck-legal.pl).
- Obligacje przychodowe jako źródło pozyskania kapitału na inwestycje. „Rzeczpospolita” z 20.03.2007.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r. NBP, Warszawa 2012.
- Stabińska K.: Obligacje przychodowe – bariery emitentów i inwestorów, [www.portalsamorzadowy.pl](http://www.portalsamorzadowy.pl).
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Dz.U. z 1997 r., nr 139, poz. 934 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach. Dz.U. nr 83, poz. 420 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 14 marca 2003 r. o Banku Gospodarstwa Krajowego. Dz.U. nr 65, poz. 594 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych. Dz.U. z 2004 r., nr 146, poz. 1546 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym. Dz.U. nr 57, poz. 491 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 r. Prawo zamówień publicznych. Dz.U. z 2007 r., nr 223, poz. 1655 z późn. zm.

## REVENUE BONDS ISSUE – UNUSED BANK ACTIVITY AREA

### Summary

Revenue bonds are financial instruments, which have been presented in the Polish legislation since 2000. However, the interest them from potential issuers, such as local governments and utility companies, is negligible. The development of revenue bonds market is dependent on many factors. One of them is certainly increased banks' interest in these securities. Banks are very active in the municipal bond market as issuing agents and investors, so it seems strange that they do not promote revenue bonds among potential issuers, who are characterized by financial credibility, often supported by the rating. Revenue bonds are a very useful source of financing issuer's investment requirements, providing the investor certain profit with low risk. Therefore, searching for new areas of activity, banks should take on the task of developing the revenue bonds market. It will be benefi-

cial for the development of the domestic, non-Treasury debt securities market and the local economy, and thus for small communities.

In the study drew attention to the weak development of revenue bonds market. The aim of the study is postulating to greater banks' activity in this area, because in Poland, the development of the financial market segment is often dependent on the scale of commercial bank's operations in this segment.